

乘勢而上 待時而動：7月中央政治局會議解讀

龐溟 經濟學博士、經濟學家

中共中央政治局7月30日召開會議，分析研究當前經濟形勢，部署下半年經濟工作。會議認為，今年以來，經濟運行總體平穩、穩中有進，延續回升向好態勢，新動能新優勢加快培育，高質量發展扎實推進，社會大局保持穩定。但是，當前外部環境變化帶來的不利影響增多，國內有效需求不足，經濟運行出現分化，重點領域風險隱患仍然較多，新動能轉換存在陣痛。這些是發展中、轉型中的問題，既要增強風險意識和底線思維，積極主動應對，又要保持戰略定力，堅定發展信心。

點出隱憂 對應加大政策支持

筆者認為，中央政治局直接點出外因、內需、結構、風險、動能等各方面隱憂，估計對應的政策支持力度和刺激強度將進一步加大。

展望下半年工作，會議強調下半年改革發展穩定任務很重，要進一步全面深化改革，加大宏觀調控力度，深化創新驅動發展，深入挖掘內需潛力，不斷增強新動能新優勢，增強經營主體活力，穩定市場預期，增強社會信心，增強經濟持續回升向好態

勢，切實保障和改善民生，保持社會穩定，堅定不移完成全年經濟社會發展目標任務。

相應地，會議指出宏觀政策要持續用力、更加給力，要加強逆周期調節，實施好積極的財政政策和穩健的貨幣政策，加快全面落實已確定的政策舉措，及早儲備並適時推出一批增量政策舉措；要切實增強宏觀政策取向一致性，形成各方面共同推動高質量發展的強大合力。要繼續發揮好經濟大省挑大樑作用。

財政政策料加碼 着重提振消費

在筆者看來，二季度實際GDP同比增速回落至4.7%，工業增加值、固定資產投資、社會消費品零售總額等指標增速均有所放緩且低於市場一致性預期，為圓滿完成GDP同比增長「5%左右」的全年目標，難度大、任務重，相應地，預計下半年宏觀政策將積極有為、持續加碼。

其中，預計積極的財政政策將擔當重任，專項債和超長期特別國債發行使用力度將加大，大規模設備更新和大宗耐用消費品以舊換新將提速，財政支

出結構將優化，並有望更多向民生領域傾斜，不排除再次臨時調增財政預算目標。與此同時，預計穩健的貨幣政策將綜合施策、加大支持，促進社會綜合融資成本穩中有降，考慮到目前物價水平仍低位運行，下半年降準和降息仍有一定空間。

值得注意的是，會議特別強調要以提振消費為重點擴大國內需求，經濟政策的着力點要更多轉向惠民生、促消費，要多渠道增加居民收入，增強中低收入群體的消費能力和意願，把服務消費作為消費擴容升級的重要抓手，支持文旅、養老、育幼、家政等消費。要進一步調動民間投資積極性，擴大有效投資。

筆者認為，這裏面的新提法多、新思維多、新重點多，意味着接下來宏觀政策將進一步重視和加力居民部門，藉助龐大的人口技術和巨大的消費基礎設施提升空間，從收入端和消費端共同推動提振消費、擴大內需。一方面將兜牢民生底線，在最低收入和轉移支付等方面進行支持，以提升邊際消費傾向、消費意願、消費能力和消費水平，另一方面也將通過促進服務消費，實現改善消費條件、創新消

費場景、豐富消費內容、擴容消費體量、升級消費層次、擴大服務消費就業人群等多種目標。

堅持改革 提升市場信心決心

會議還圍繞中共中央二十屆三中全會的精神，提出要以改革為動力促進穩增長、調結構、防風險，充分發揮經濟體制改革的牽引作用，及時推出一批條件成熟、可感可及的改革舉措。

「信心比黃金更重要」。在筆者看來，要着力解決影響中國式現代化的體制機制問題，在新時代構建高水平社會主義市場經濟體制，就要用好改革開放的重要法寶，堅定改革開放再出發的信心和決心，把全面深化改革作為推進中國式現代化的根本動力，作為穩大局、應變局、開新局的重要抓手，將改革進行到底，加快完善產權保護、市場准入、公平競爭、社會信用等市場經濟基礎制度，充分激發各類經營主體的內生動力和創新活力，持續建設市場化、法治化、國際化一流營商環境，塑造更高水平開放型經濟新優勢，為推動高質量發展、推進中國式現代化持續注入強勁動能。

央行決策 應看全局

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理



◆ 投資者對於美聯儲9月份減息的憧憬，未見因為今次議息會議或隨後的記者會答問，而有所動搖。圖為紐約證券交易所。

應甚為冷靜，大抵大家都明白，單純目前的加息幅度，真的沒有太大作為，但方向和堅持是重要的，以輕微的改革，觸發其他市場的大變動，正式上演了一幕蝴蝶效應的示範作。

數據為本 非數據點為本

當然，論到本周央行決策，真正重頭戲，絕對是美聯儲的議息會議。最新決定，是7月份無改動，這一點，相信絕大多數人都早已心裏有數，絕不感到絲毫的意外。

比較重要的，始終是對於稍後的展望。是的，甚囂塵上的，自然是9月份減息，但即使直到目前這一刻，經過美聯儲主席鮑威爾早前連番暗示，到了正式公布議息結果時，仍然只能回到官腔的最基本處，就是一切數據為本，但他補充解釋，數據為本，而不是個別數據點為本，言下之意，就是看整體看全局，而不是單純一兩次某個指標的高低。

如此一來，大家聽得明白，局方希望保留更大程度的主動權和政策可能性，如今不敢承諾9月時怎樣，只是假如數據為本之下，數據符合所要求的，到時自然可以提上議事桌上去討論云云。

筆者維持年內減息一兩次預測

當然，市場人士並非省油的燈，都聽得懂箇中微言大義，不會執着於言辭之爭，重點是，投資者對於9月減息憧憬，並不因為今次議息會議或隨後的記者會答問，而有所動搖，便已說明一切。筆者去年底至今預測今年一兩次減息，亦自然維持不變。

另一邊廂，值得一提的是，英倫銀行亦有一定的減息概率，畢竟之前歐央行已經減過息，加拿大央行亦然，只有日圓是加息的，那是例外。

(權益披露：本人為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。)

本周是央行決策周，全球各地多家央行輪流公布最新的貨幣政策路線，時間表上，日本帶頭，其輕輕把利率一提，市場已經馬上有反應。日本央行的利率正常化，原本只聞樓梯響，不見人下來，但踏入今年，開始加快速度，大家有目共睹。

是，之前最大的突破，當然是把利率由負數和零的水平，正式扶上去正數的水平，多與少是一回事，但起碼象徵意義重大，雖然這邊廂給扶上去，那邊廂大家一哄而散，原來高唱入雲的大改革，一下子，大家看穿了，始終日圓跟其他主要貨幣的息差相距太遠，不足言勇，日圓由當時起，跌跌不休了好一陣子。

然而，一旦開展了，只要方向不變，總有繼續的道理，建立了一個改革的慣性，而不是停滯不前的惰性是。

加息雖微 蝴蝶效應現

的確，最新事態發展，日央行在回應大眾估計減少買債的基礎上，真正令人在不敢期待之下又有力量的，自然是當局大比數支持加息，儘管真正加幅極微，繼續是上述的，不足言勇，但這個方向若堅持，則外界一連串以日圓弱勢為基礎的交易，都可以影響波及。

這當然包括了，外界過去十多年來，在超低利率的加持下，對於科技股的支持，這樣一來，近期的美股板塊輪動，由超大型科技龍頭的沽出甚至沽空，以至轉投中小市值的傳統企業，除了估值差距，除了美國總統大選觸發等，另一個因素，極可能是對於由日圓而衍生的一眾交易。

無論如何，觀乎日央行的決策公布後，市場反

冀賣地面積增彈性 以達到雙贏

譚善恆 華坊諮詢評估特約資深顧問

根據《香港地產業百年》，香港上世紀六十年代中期曾有超過2,000家統稱「地產置業」的公司（地產商從前的稱呼），當中加入「香港地產建設商會」的個人或商號有389個，其餘屬小資本經營公司。那個年代政府出售的土地平均面積比今天細很多，大部分是幾百至千餘平方呎，建的是三層至六層「下舖上居」，以「樓花」形式「分層出售」及「分期付款」，當時每年的賣地收入佔政府財政三分之一左右。之後經歷不同的法例修改及規劃導向，最終演變成今天需要大量資金的有基座多幢/單幢混合用途和無基座單一用途的招標賣地模式，賣地收入大概仍是香港特區政府財政三分之一。

根據政府過去25年不到270宗物業發展招標賣地數據，中標最多宗數（28次）亦是貢獻最多的發展商集團佔地地收益17%。若以貢獻最多的3間發展商集團，透過獨自或合資中標的會達到53宗，佔賣地收益35%。當擴大到9間時，已佔賣地收益53%。

建議政府裁細地皮

由2014年開始至今，樓市經歷先升後跌，不同的事件變化，都沒有「取消」招標是零投標者的，就如政府解釋：「價不到寧願不賣」。但又是值得思考如何把雙方的地價分歧拉近，減少因取消招標而讓市場產生非必要的解讀及對後續招標（甚至重新招標）的土地產生進退兩難的情況？其中一個方法就是盡可能把地皮裁細點，例如一開二、二開三，就如把製造傳統法式長棍麵包的麵粉，容許製作成多個海鹽法包，買家「胃口」大的話可以買下多個粉團做回他喜歡的長棍包亦可，但卻令更多人負擔得起，買到後也可以跟其他買家合作。這個對提升政府賣地這門生意的韌性，尤其當經濟不穩，賣地收入對港府財政影響變得更加明顯。

以住宅賣地為例，考慮到每年賣地表推地及滾存是協調多個政府部門不同考慮因素得出的決定，以及實施公開投標者數目的賣地宗數所限，所以筆者以大數據（政府每年賣地宗數、平均中標地價、樓市價格較上一年的變化、平均地皮面積/樓面面積及平均投標者數目）作線性迴歸分析，發現當某年平均賣出的每宗地皮樓面面積較上一年少的話，83%機會那年平均每宗的投標者數目便會增加，反之亦然。當然，地皮裁細涉及多個專業技術範疇，而且投標者對較細地皮需求的面積彈性(size elasticity of demand)有待更仔細的分析。

日本央行發出明確的利率正常化信號

丸山誠二 保德信日本固定收益主管兼首席投資官、Katharine Neiss 保德信固定收益全球經濟副主管兼首席歐洲經濟師

以鷹派著稱的日本央行，果斷地在7月會議上將政策利率提升至零以上，並宣布實行量化緊縮(QT)政策。政策制定者還表示，若政策達到預期效果，央行將「繼續提高政策利率」。我們認為越來越多的跡象顯示通脹正在重現決定，而日圓劇烈貶值亦進一步增加利率上行壓力。儘管如此，鑑於國內消費疲弱，令利率快速正常化是否完全符合經濟形勢成一大疑問。

周三的決定是貨幣政策的歷史性時刻，反映出政策制定者對於日本央行持續實現2%通脹目標越來越有信心。最近的數據顯示，工資增長範圍擴大，家庭通脹預期持續上升。企業的預期定價上升，而隨着日圓兌美元保持疲弱，亦令國內溢出效應的擔憂加劇。

儘管如此，日本央行仍然採取信心之舉，認為加息有利國內經濟。除了美國，我們發現其他發達經濟體的消費仍然疲弱。由於能源和進口價格上漲的雙重打擊，日本家庭的生活成本劇烈上升。在長期陷入過低通脹的困境之下，快速的利率正常化可能會扼殺自然維持的國內需求增長。

在量化緊縮方面，日本央行效仿其他中央銀行，

在加息周期相對較早的階段，便宣布逐步縮表的預定路徑，這樣的舉動在不久之前還難以想像。不過，每季度4,000億日圓的逐步縮表速度，反映日本央行為避免引發市場動盪的審慎策略。

我們預計，利率在今年剩餘時間內將維持不變。於2025年6月對量化緊縮政策進行後續審查時，如果判斷其對金融環境的影響微乎其微，則縮表速度可能會加快至每季度1萬億日圓。

投資市場對加息早有準備

市場並未完全消化周三會議加息的因素，儘管長期利率在先前的政策利率上調報告後有所上升，但市場很快便扭轉走勢。事實上，部分投資者可能已為日本國債購買量大幅減少的風險作好準備，因此在量化緊縮公告如期而至時選擇平倉。在短期回補消退後，利率再次上升。

這種情況增加的原因是，部分投資者可能根據日本央行對其經濟活動和物價前景報告的調整，開始預期更進取的加息路徑。例如，報告中加入了日本央行將「繼續提高政策利率」等鷹派的言論，同時刪除了「國內外經濟和金融不確定性仍然很高」以

及「日本央行預計寬鬆的金融環境將在短期內持續下去」等鴿派的措辭。

日圓方面，在美國於7月11日釋出溫和的CPI數據和隨後美國國債利率小幅下降之後，日圓繼續走強。自聯儲局於2022年3月啟動加息周期，令美日市場之間的實際利率差距擴大以來，日圓一直受壓。利差令投資者將日圓作為高收益貨幣（如墨西哥比索、巴西雷亞爾以及最近的土耳其里拉）長倉套利倉位的融資貨幣。此融資策略在過去兩年表現良好，導致倉位大幅增加。然而，隨着套利交易解除，波動性較高的貨幣對出現了大幅逆轉，比索兌日圓交叉匯率較7月份的峰值下跌了11%。

總體而言，鑒於日本和美國政策利率將逐漸趨同，我們認為套息交易的拆倉合乎邏輯。此外，自7月初美元兌日圓創下161.95高位後勢頭回落，美元目前更接近短期利率所顯示的公允價值水平。

儘管日圓承壓可能會對日本央行構成壓力，但我們認為日本央行對待未來加息可保持耐心。實際上，日本央行表示，如果在2025財年下半年至2026財年期間能夠實現其價格穩定目標，便會調整政策利率至「中性」水平。然而，日本央行行長

植田和男表示，考慮到中性政策利率仍存在不確定性，政策調整將會循序漸進。

就量化緊縮而言，縮減國債購買量帶來的影響可能相當有限。日本央行持有超過50%的已發行日本國債，根據其持有量的存量效應，我們認為這將導致10年期日本國債息率下降約100個基點。因此，即使兩年內減少7%至8%的日本國債持有量，可能僅會產生10個基點的影響，而實際影響仍將取決於減持的期限結構。

維持略微看跌日債孳息率

展望未來，我們對日本國債息率維持略微看跌的觀點。雖然日本國債息率曲線是發達國家中最陡峭的曲線之一，但其低水平的名義孳息率應繼續對日本央行構成壓力。因此，我們認為這將推動中期國債息率走高。總括而言，自3月份貨幣政策框架改變後，日本央行的政策反應變得更容易理解，預計下一次加息很可能會在市場先前預期的六個月內發生。目前，市場關注的焦點在於當前進口價格上漲以及工資增長的程度將如何影響零售價格。除此之外，如果2025年春季工資談判能達成與今年相近的工資漲幅，則利率上調至「中性」水平指日可待。

(摘錄)

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。